

# 市场谈“钱荒”色变 流动性紧平衡无虞

## 短期有望迎来修复性改善

□本报记者 葛春晖

### 券商观点

#### 国泰君安:逆回购“救急不救穷”

中期来看,我们认为逆回购重启并不具备持续性,跨月效应以及机构流动性预期减弱之后,逆回购可能再次停止。但是,短期来看,央行重启逆回购意味着释放了一个流动性Put期权:在流动性紧张的时刻,央行将向市场投放流动性以稳定预期,在流动性紧张可能是由于机构预期自我实现造成的情况下,“重启”的信号已经足够。逆回购利率的上移仅代表央行所能容忍的短期利率上限上移,不具备其他的货币政策含义。逆回购的“量”重启和“价”(利率上行)反映的是“救急不救穷”的态度。短期来看,前者的正面作用要远大于后者的负面影响,有利于恢复投资者对市场的信心。

#### 申银万国:资金紧平衡格局未改

考虑当前市场总量资金并不过于稀少,资金利率跨月后可能又会出现阶段性回落,但资金紧平衡格局依旧没有改变。时点性、周期性紧张仍然是常态,月末、年底及节日都是容易触动资金波动的敏感时点,阶段性的资金缓解难以成为长期性实质利好。市场反而更需警惕“温水煮青蛙式”的资金心态过早放松,实际上这次在总量资金相对充足背景下的月末资金超预期紧张,也提醒了市场不能只看到来自外汇、财政单方面资金流动,更需要关注央行偏紧缩态度下的流动性动态干预。资金进出节奏、分布结构以及机构对资金防御心态等都可能明显影响资金面,后几个方面短期内也难以出现有效改观。

#### 光大证券:流动性有望明显改善

尽管央行继续锁长放短、逆回购操作量减价增,坚持中性偏紧的明确态度,但近期汇率快速升值带来的被动货币投放对于流动性的改善作用更为显著。央行在公开市场的资金回笼旨在对冲外部流动性增加而非中性偏紧政策的进一步加码,市场对于央行收紧公开操作的反应过度悲观和超调。事实上,作为基础货币投放方式,新增外汇占款和财政存款投放所增加的基础货币的成本最低,而央行逆回购、国库定存等形式向市场投放货币的成本较高,且规模有限,对资金面改善的影响形式大于实质。随着11-12月新增外汇占款上行趋势延续、财政存款投放规模增至1.5万亿左右,银行间市场流动性将得到明显改善。

#### 高华证券:近期短期利率或回落

预计短期利率可能在近期开始回落,尤其是在流动性的季节性需求减弱的环境下。受利率上升、社会融资规模增长放缓的影响,三季度内金融状况已经收紧。但是,以下宏观和政策因素会使央行控制短期利率的上升幅度。首先,避免市场过度波动。从最近的逆回购操作中可以看出,央行随时准备注入流动性来满足短期流动性需求。其次,9月CPI上涨受到了水果蔬菜价格上涨的推动,因此很可能是暂时的。至少从目前来看,CPI持续上升的风险较低,尤其是在11和12月基数较高的情况下。最后,虽然三季度经济增速反弹,但主要反映了7、8月的强劲增长,9月实体经济增长已有所回落。由于社会融资规模增长已放缓,部分人士可能会认为大幅收紧流动性会导致增长进一步放缓。

#### 东方证券:“钱荒”不会再现

至9月底,我们估算的商业银行超额存款准备金率为1.99%,连续两个月出现回升,基本保持在合理的水平。尽管近期货币市场利率出现了快速上扬的趋势,预计与财政存款增加有关,属于短期扰动,随着11-12月财政支出集中释放,短期紧张格局必然得以缓解。从目前的央行公开市场操作的具体情况来看,在连续暂停三次逆回购后于近日重启逆回购,但量级较小,并且利率也随行就市的上升了70.2个百分点。此举并不意味着央行转向从紧的货币政策,其暂停逆回购是由于外汇占款增加较快,其重启逆回购也仅仅是表明一个不会再重蹈“钱荒”的态度。总体而言,预计央行在四季度仍然会保持中性的货币政策基调,具体表现为其公开市场操作的对冲行为。

#### 兴业证券:资金需求仍处于高位

未来两个月资金面将恢复到正常的水平。一方面,年末财政存款的大量投放有助于改善银行间市场的资金供应和增加银行存款稳定性;另一方面,年内外汇占款增加的局面仍有望持续。而央行货币政策保持中性偏紧的概率较大,不会明显紧缩。但站在较长的时间尺度来看,银行融入负债扩张表外业务的行为模式在短期很难改变,资金需求仍将处于高位,资金面的宽松程度有限。(葛春晖 整理)



数据来源:Wind 制表:葛春晖 CFP图片 制图/王力

从10月下旬开始,银行间市场资金面再起波澜,主流资金利率纷纷创下6月“钱荒”以来新高。分析人士认为,本轮资金面趋紧主要缘于财政缴款等季节性扰动,货币政策悲观情绪发酵,进一步导致了资金面紧张预期。随着短期扰动因素消退以及市场情绪平复,资金面有望迎来修复性改善。中期而言,年内货币政策保持中性偏紧的概率较大,预计流动性“紧平衡”的格局难以打破。不过,考虑到央行维护市场流动性总体稳定的信号明确、手段充足,市场大可不必担忧“钱荒”再次出现。

### 多种因素叠加共振 资金价格再起波澜

6月“钱荒”仍有余悸,10月银行间市场资金面波澜再起。进入10月下旬之后,银行间货币市场融资难度持续增加,资金利率节节上涨。10月30日,作为主流交易品种的银行间质押式回购隔夜、7天回购加权平均利率分别上行至5.30%、5.69%,双双创下6月以来新高。一时间,市场上关于“钱荒2.0”来袭的说法不脛而走,资本市场也因此遭受冲击,就此上演了一波“股债双杀”行情。其中,上证综指29日创下逾1个月新低,债券市场标杆品种10年期国债收益率更是频频刷新逾五年高点。市场普遍认为,多重负面因素叠加,导致了本轮资金面持续趋紧。首先是季节性因素。一方面,10月份是企业所得税缴款季,2011年、2012年10月新增财政存

款分别为4190亿元、4806亿元,分析机构预计今年10月由此抽离银行的资金也将超过4000亿元。另一方面,9月末骤增的银行存款在度过季末考核后重新流失,而10月末的月度考核也给商业银行带来了不小的压力。特别是财政缴款最后期限为10月24日,缴款后遗留的影响加上月末考核又接踵而至,货币市场融资难度迟迟难以下降。其次是市场在6月“钱荒”后有如“惊弓之鸟”,主动提升备付水平,导致资金面在流动性总体不低的情况下更容易波动。据研究机构预测,当前银行体系流动性略超出中性水平,表明10月末资金利率的大幅冲高,并非资金总量和季节性因素能够完全解释。而在大行融出意愿低迷的背景

下,结构性紧张马上能带来资金面的剧烈波动。

最后,10月中旬以来货币政策悲观情绪发酵,令机构心态越发谨慎,进一步促成了资金面紧张预期的自我实现。事实上,三季度GDP增速达到7.8%和9月份CPI增幅达到3.1%的数据公布后,全年保增长无忧和通胀超出预期的基本面,令市场对于央行是否会收紧货币政策产生了一定担忧。在10月下旬季节性扰动已经开始推升资金利率之际,央行却从10月17日起连续三期暂停逆回购操作,更是加深了市场对于货币政策进一步收紧的预期。虽然本周央行重启了逆回购操作,但规模较小和价格走升令市场情绪不敢很快转向乐观。

### 投放渠道此消彼涨 逆回购疑过度解读

可以说,在本轮资金面趋紧过程中,季节性扰动无法回避,金融机构提升备付、加强自身流动性管理也有利于防范金融系统风险,二者叠加令资金面产生明显波动并无意外。然而,市场上货币政策预期转向悲观并由此引发“钱荒”担忧,有反应过度之嫌。毋庸讳言,全年经济有望稳定增长以及CPI环比连续回升,让货币政策失去了放松的理由,促使金融机构降杠杆也让货币政策保持中性偏紧师出有名。但四季度经济增速或将回落以及通胀形势温和可

控,也同样限制了货币政策收紧的空间。在此基础上,对于央行逆回购的一度暂停以及重启后的量低价升,也不宜直接理解为货币政策的一味收紧。

多家研究机构指出,公开市场只是央行投放基础货币的主要渠道之一,在外汇占款持续增长的背景下,央行暂停逆回购甚至从公开市场净回笼资金,可看作是货币投放渠道的此消彼长。最新数据显示,作为基础货币投放的另一个主要渠道,央行口径新增外汇占款9月达到2682.04亿元,环比增加1703.32亿

元。国庆节后的三周里,人民币兑美元汇率频频创新高,资本流入和结汇压力依旧较大,在外汇占款显著增长的同时,为保证银行体系流动性总体稳定,央行相应收紧公开市场投放力度也就成为自然选择。

另外,对于本周逆回购操作重启后的利率走升,市场人士表示,价升主要是央行市场化操作随行就市的结果,更需看重的是逆回购重启所传递出的稳定市场预期信号,意味着央行不会坐视资金面波动超出市场承受能力。

### 资金利率改善可期 紧平衡格局难打破

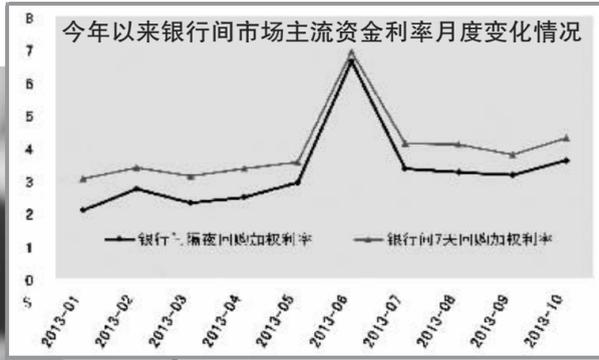
如果说今年前五个月银行间市场品尝到了一场热钱大规模流入、外汇占款大增带来的流动性盛宴,那么6月份的资金面风波以及此后资金利率中枢的阶段性上移,则意味着在货币政策回归中性之后,一种阶段性的资金面“紧平衡”格局已经形成。

据Wind统计,今年前五个月,货币市场标杆品种质押式7天回购加权利率的月度均值均在3.5%左右,6月份大涨创下6.92%的历史最高纪录,7月、8月、9月逐步下移至4.14%、4.09%、3.79%,10月份则一举反弹至4.29%,创下今年以来的次高水平。总体上,最近四个月的7天回购利率月度中枢已经上移至4%左右。

展望年内最后两个月,相对于10月份而言,资金面有利因素的增加显而易见。特此公告。

一方面,财政存款流向发生逆转,未来两月财政资金投放有望超万亿,虽然大部分预计仍将集中在年末最后几日,但其余时间仍是对资金面的影响由负面转向正面;另一方面,在美国债务上限问题困扰下,美联储年内退出QE的概率较小,我国外汇占款的增速依然可期。

事实上,经过本周央行连续开展两期逆回购操作之后,伴随财政缴款和月末影响的消退,短期流动性已经出现改善迹象。从资金利率走势看,10月31日银行间质押式回购市场上,各期限资金利率全线下行。其中,主流交易品种隔夜、7天回购加权平均利率分别下降69BP、66BP至4.61%、5.03%,14天及以上期限品种利率也全线回落至6%以下。



### 记者观察

#### 货币政策保持中性偏紧

□本报记者 王辉

在周初将到期的60亿元三年期央票进行59亿元续做之后,面临持续高涨的市场资金价格,本周二及周四央行连续在抬高“资金救急成本”的情况下推出两期逆回购操作,继续向市场传递保持资金面稳定的政策预期。分析人士指出,透过现阶段货币当局看似“矛盾”或“纠结”的调控举动看,央行当前仍然继承了今年6月阶段性“钱荒”爆发时的货币调控思路,即在继续稳定市场流动性平稳大局的同时,继续大力鞭策市场各方做好流动性管理,从根本上扭转机构对于流动性宽松环境的预期。

回顾10月以来央行在公开市场的操作走向,在月初银行间市场资金面自国庆小长假后快速回暖的背景下,央行迅速给市场“断奶”,暂停了持续数月的常规性逆回购操作。同期,9月份CPI同比增速的冲高、月度外汇占款的动增以及央行发言人有关对信贷扩张审慎态度的表态,无一不令市场对于央行的货币政策基调做出中性偏紧的解读。

在10月下旬以来市场对于资金面悲观预期再度加深的背景下,央行又通过价量紧缩的方式,几乎是象征性地对市场两次展开仅有百亿规模左右的逆回购操作,继续稳定市场对于资金面的预期。随着7天及14天期逆回购操作利率的渐次抬升,“钱贵”的政策信号也在若隐若现。

就本周公开市场的具体操作来看,前半周市场资金面在缴税压力、月末因素等影响下持续保持紧绷,资金价格涨势显著,央行在抬高“资金救急成本”的情况下略加援手,有助于市场心理的稳定。另一方面,逆回购操作利率再次“随行就市”的上扬,以及三年期央票的续做,也表明了央行对于流动性调控继续“中性偏紧”的政策姿态。

事实上,从四季度整体的货币流动性形势来看,无论是外汇占款呈恢复性增长,还是财政资金年底集中投放,市场流动性都将获得不少补充。加上目前M2以及社会融资增速依旧偏高,通胀压力也有所抬头,基本面的掣肘令央行的政策基调维持中性偏紧,也完全在情理之中。

与此同时,在备受全球金融市场高度关注的美联储QE退出方面,随着时间的推移,后QE时代来临,势必将对过去多年以来的全球流动性格局带来深刻影响。北京时间本周四,美联储议息会议又一次按兵不动,并不意味着QE退出时机可能会因此而大幅后移。综合外部因素考量,提前对“后QE时代”的流动性总量调控做好政策准备,不断鞭策国内主流金融机构主动做好流动性管理,也是当前及未来一段时间央行货币政策保持中性偏紧的一大关键理由。

展望未来一段时间央行的流动性调控思路和调控举措,可以预见,央行仍然会在继续稳定市场流动性总体平稳大局的背景下,大力鞭策市场各方做好流动性管理。包括逆回购、正回购、央票等常规性市场工具,还将会频繁被综合使用。从整体政策基调来说,在人民币继续升值带来的流动性外部环境继续改善情况下,央行会坚持做好流动性的总量控制及“狭长放短”。在此背景下,市场一方面不应应对央行阶段性流动性收紧的举措,反应过度悲观;另一方面,也需对货币政策继续趋于“中性偏紧”,以及资金价格水平可能逐步走高等方面影响予以充分消化。

证券代码:002193 证券简称:山东如意 公告代码:2013-039

### 山东济宁如意毛纺织股份有限公司重大资产重组进展公告

截至本公告日,公司以及有关各方正在积极推动各项工作,公司将在相关工作完成后召开董事会会议,审议本次重大资产重组有关议案。

根据《上市公司重大资产重组管理办法》及深圳证券交易所关于上市公司信息披露工作备忘录的有关规定,本公司股票将继续停牌。停牌期间,公司将充分关注本次重大资产重组事项的进展情况并及时履行信息披露义务,至少每五个交易日发布一次该事项的进展公告。

公司发布的信息以指定信息披露媒体《证券时报》、《中国证券报》和巨潮资讯网 www.cninfo.com.cn 刊登的公告为准。本次重大资产重组尚存在不确定性,敬请广大投资者注意投资风险。

山东济宁如意毛纺织股份有限公司董事会 2013年11月1日

股票代码:002510 公司简称:天汽模 公告编号:2013-026

### 天津汽车模具股份有限公司2012年度第一期短期融资券2013年兑付公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整,没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

为保证天津汽车模具股份有限公司2012年度第一期短期融资券(债券简称:12津汽模CP001)(债券代码:041262042)兑付工作的顺利进行,方便投资者及时领取兑付资金,现将有关事项公告如下:

一、本期债券基本情况  
1.发行人:天津汽车模具股份有限公司  
2.债券名称:天津汽车模具股份有限公司2012年度第一期短期融资券  
3.债券简称:12津汽模CP001  
4.债券代码:041262042  
5.发行总额:1亿元  
6.本计息期债券利率:6.5%  
7.到期兑付日:2013年11月7日

二、兑付办法  
托管在银行间市场清算所股份有限公司的债券,其兑付资金由银行间市场清算所股份有限公司划付至债券持有人指定的银行账户。债券到期兑付日如遇法定节假日,则划付资金的时间相应顺延。债券持有人资金汇划路径变更,应在兑付前将新的资金汇划路径及时通知银行间市场清算所股份有限公司。因债券持有人资金汇划路径变更未及时通

天津汽车模具股份有限公司 董事会 2013年10月31日